

卓越商企服务 (6989 HK)

三线增长

卓越商企服务（“卓越”）于1999年成立，拥有市场声誉与优质品牌，致力于提供高端商业管理服务。我们认为其盈利增长源于在管面积扩张、商管费用提升以及增值服务这三重动力。设定目标价13.34港元，相当于28x 2021E P/E。首发给予买入评级。

- **大湾区领先的商管公司。**截至2020年5月31日，公司在34个城市内拥有331个在管项目，在管面积达约2,600万平方米。2019年内，商业物业占总在管面积52.3%，以及物管收入75.9%。公司持续发展得益于卓越集团的支持：截至5月，卓越集团为公司提供45个在管项目，约1,100万平方米在管面积，占公司总在管面积约41.6%。
- **扩张计划分三个阶段。**从地域上，卓越计划以大湾区和长三角地区为重点，并加强在中国其他地区的覆盖。其次，公司旨在通过战略收购和投资，进一步扩大目标城市的管理规模。最后，公司将继续完善现有的增值服务，并开发创新增值服务，为客户提供更全面的服務。
- **三重增长引擎。**我们认为公司盈利增长源于在管面积扩张、商管费用提升以及增值服务这三重动力。预计公司2020、2021、2022年收入分别为人民币28.4亿元、38.4亿元、48.7亿元；毛利率分别为24.2%、24.0%、24.7%；净利润分别为3.2亿元、5.1亿元、7.2亿元。
- **设定目标价13.34港元；首发给予买入评级。**卓越的同类公司当前平均估值为21.4x 21E P/E与6.6x标准误差。我们认为卓越作为领先的高端商管公司，应相较于同规模物管公司存在估值溢价。故设定目标价13.34港元，相当于28x FY21E P/E。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	1,223	1,836	2,835	3,837	4,867
同比增长(%)	29	50	54	35	27
净利润(百万元人民币)	126	179	324	511	721
每股盈利(人民币)	N/A	N/A	0.336	0.418	0.590
每股盈利变动(%)	N/A	N/A	N/A	24.6	41.0
平均盈利预测(人民币)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	25.9	20.8	14.7
市帐率(倍)	N/A	N/A	3.4	3.4	2.9
股息率(%)	N/A	N/A	1.0	1.4	2.1
权益收益率(%)	11.3	9.2	6.9	10.5	12.6
净负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司数据，彭博，招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$13.34
潜在升幅	+34.8%
当前股价	HK\$9.90

中国物业服务行业

李博文

(852) 3657 6239
bowenli@cmbi.com.hk

文干森, CFA

(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	12,103
3月平均流通量(百万港元)	N.A.
52周内股价高/低(港元)	12.04/9.65
总股本(百万)	1,222

资料来源：彭博

股东结构

李华	58.8%
肖兴萍	9.6%
李渊	5.2%
自由流通	26.4%

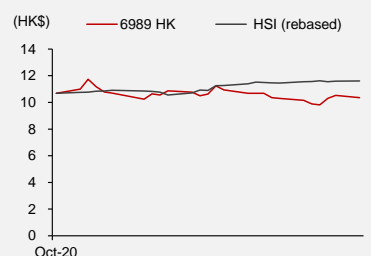
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.2%	-8.9%
3-月	N.A.	N.A.
6-月	N.A.	N.A.
12-月	N.A.	N.A.

资料来源：彭博

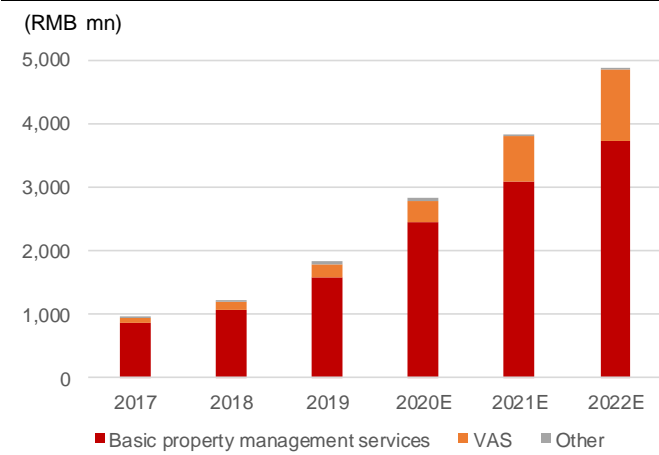
股份表现



资料来源：彭博

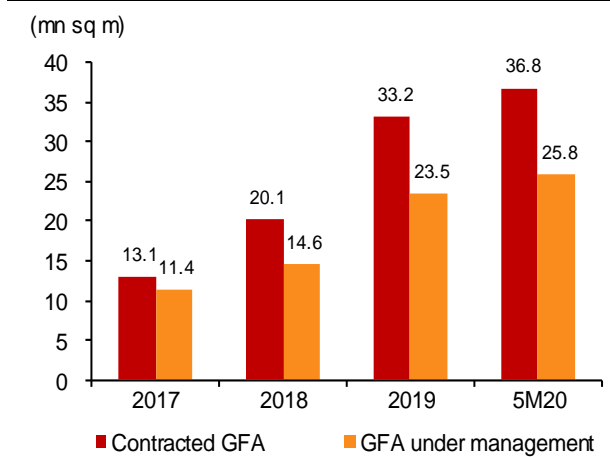
审计师：毕马威

图 1: 收入



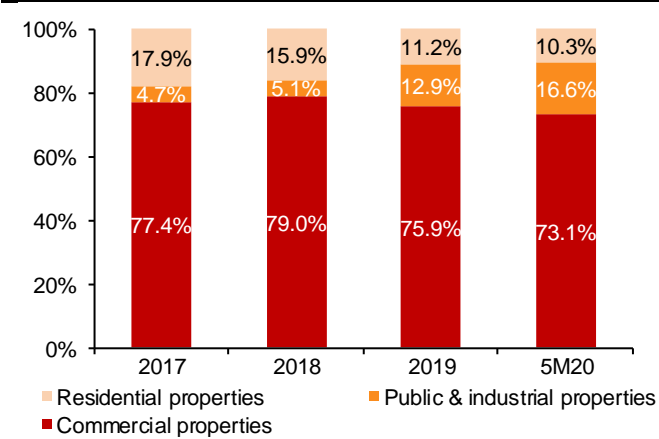
资料来源: 公司数据, 招银国际证券预测

图 2: 合约与在管面积



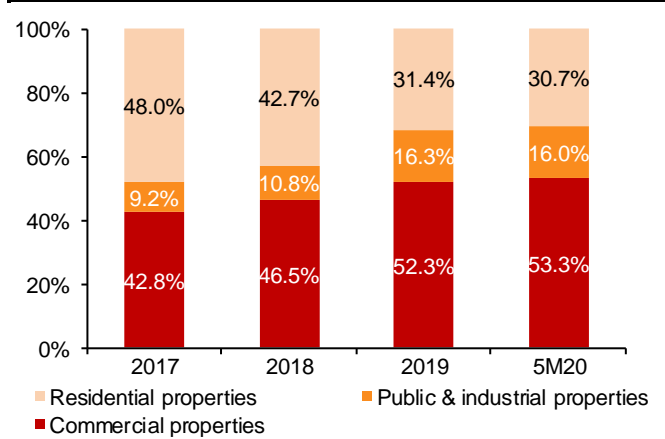
资料来源: 公司数据, 招银国际证券

图 3: 基础物管收入按业态划分



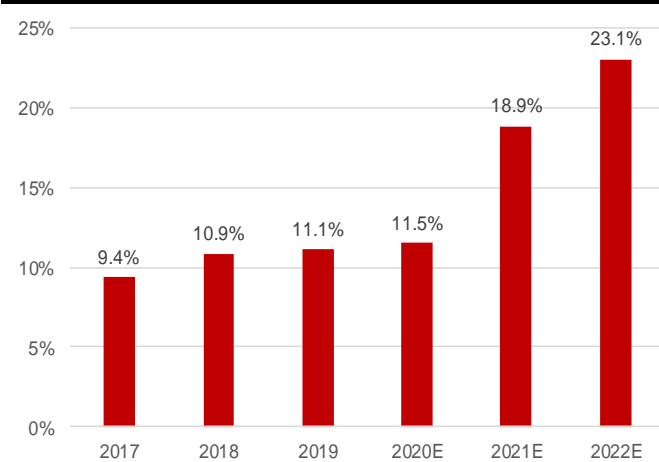
资料来源: 公司数据, 招银国际证券

图 4: 在管面积按业态划分



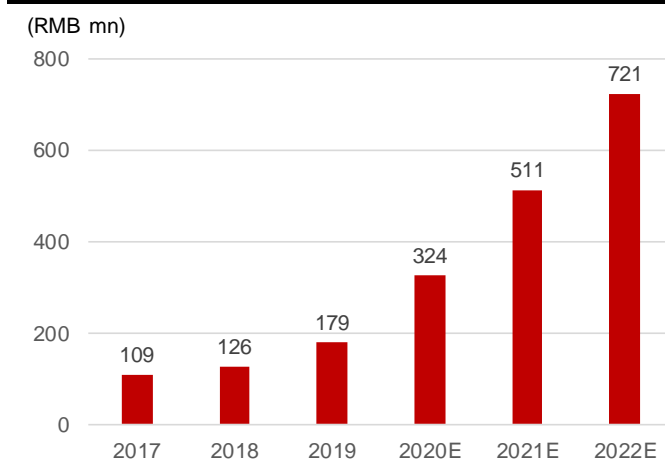
资料来源: 公司数据, 招银国际证券

图 5: 增值服务占总收入比



资料来源: 公司数据, 招银国际证券预测

图 6: 净利润



资料来源: 公司数据, 招银国际证券预测

财务分析

利润表

12月31日(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	1,223	1,836	2,835	3,837	4,867
基本物业服务	1,067	1,576	2,452	3,085	3,734
VAS	133	204	326	724	1,122
其他	24	56	57	29	11
销售成本	(929)	(1,403)	(2,148)	(2,918)	(3,667)
毛利	294	433	687	920	1,200
其它收入	3	17	21	32	39
其它费用	(7)	(16)	12	(10)	(9)
销售费用	(8)	(7)	(11)	(14)	(16)
管理费用	(77)	(97)	(198)	(184)	(209)
营业利润	205	331	510	744	1,005
融资成本	(1)	(20)	(17)	(8)	(2)
合资及联营企业	7	6	6	7	10
特殊项目	0	0	0	0	0
税前利润	211	317	499	743	1,013
所得税	(55)	(83)	(124)	(188)	(251)
税后利润	157	234	375	555	762
非控制股东权益	(31)	(55)	(51)	(44)	(41)
净利润	126	179	324	511	721

现金流量表

12月31日(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业利润	205	331	510	744	1,005
折旧和摊销	15	28	28	29	31
运营资金变动	(332)	(103)	414	135	135
所得税	(60)	(74)	(146)	(184)	(242)
其它	7	3	202	140	(1)
经营活动所得现金净额	(164)	185	1,009	864	928
资本开支	(16)	(306)	(26)	(185)	(262)
联营公司	(21)	1	(7)	(5)	(2)
其它	(54)	(460)	0	0	0
投资活动所得现金净额	(92)	(765)	(32)	(190)	(265)
股份发行	0	0	2,894	0	0
净借贷	150	315	(65)	(280)	(110)
股息	0	0	(458)	(562)	(153)
其它	37	227	(17)	(7)	(1)
融资活动所得现金净额	187	542	2,353	(849)	(264)
现金增加净额	(69)	(38)	3,330	(175)	399
年初现金	554	485	447	3,777	3,602
汇兑	0	0	0	0	0
年末现金	485	447	3,777	3,602	4,001
已抵押银行存款	75	69	69	69	69
资产负债表现金	560	516	3,846	3,671	4,071

资产负债表

12月31日(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	115	589	595	758	995
固定资产	49	55	60	75	83
投资性房地产	11	134	132	130	128
合资及联营公司投资	40	40	47	52	54
无形资产	3	338	333	476	702
其它非流动资产	11	22	23	25	28
流动资产	1,265	1,963	4,803	4,532	5,047
现金	560	516	3,846	3,671	4,071
应收账款	295	929	680	735	850
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	411	517	276	126	126
流动负债	1,002	1,874	1,761	1,791	2,053
借贷	150	465	200	20	10
应付帐款	766	1,276	1,440	1,630	1,880
合同负债	45	63	70	84	96
递延税款	34	59	38	43	52
其它	7	11	13	14	15
非流动负债	16	222	424	331	239
借贷	0	0	200	100	0
其它	16	222	224	231	239
股东权益	283	391	3,150	3,099	3,668
少数股东权益	80	65	62	70	83
总权益	363	456	3,212	3,169	3,751

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
基本物业服务	87.2	85.9	86.5	80.4	76.7
VAS	10.9	11.1	11.5	18.9	23.1
其他	2.0	3.0	2.0	0.8	0.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	24.1	23.6	24.2	24.0	24.7
营业利润率	16.8	18.0	18.0	19.4	20.6
净利润率	10.3	9.7	11.4	13.3	14.8
有效税率	25.9	26.3	24.8	25.3	24.8
增长					
收入	29.1	50.1	54.4	35.4	26.8
毛利	26.0	47.3	58.6	33.8	30.5
净利润	15.3	41.9	81.6	57.8	41.0
资产负债比率					
流动比率(x)	1.3	1.0	2.7	2.5	2.5
净负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	55.4	59.8	11.9	17.9	20.8
资产回报率	11.3	9.2	6.9	10.5	12.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	N.A.	N.A.	0.34	0.42	0.59
每股股息(人民币)	N.A.	N.A.	0.09	0.13	0.18
每股账面价值(人民币)	N.A.	N.A.	2.58	2.54	3.00

资料来源:公司,招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際證券并未给予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。